东兴证券 DONGXING SECURITIES

汽车行业：减税降负，经销商自营二手车轻装上阵

2020 年 04 月 03 日

看好/维持

汽车 | 行业报告

二手车增值税从 2%降低到 0.5%显著降低了交易环节的税费负担，将大幅提升二手车卖家的出售意愿和买家的购买意愿。税费负担和车主对信息不透明的担忧是中国二手车交易量相对不高的原因。较高的税费一方面增大了买卖两端的价差；另一方面使得价格透明度较高的自营经销商不愿意入市，大量车源流入相对不透明的小商铺、夫妻店，进一步加剧了车源信息的不透明。较大的价差使得消费者不愿轻易将自己手中的旧车卖掉。

历史经验看，经济减速期间二手车/新车销量比例较高。2008 年经济危机后的美国和 2011 年发生地震后的日本，其二手车/新车销量比例均大幅提升。现阶段受 COVID-19 疫情影响，全球经济下行，我们认为目前二手车/新车销售比例仅 0.58 的中国市场的提升弹性有望进一步扩大。

随着二手车增值税减、取消限迁等政策的松绑，我们认为头部经销商能够凭借天然的渠道优势和强大的规模优势来实现自营二手车业务的量价齐升。

替代者：与电商平台相比，经销商的线下渠道更具优势。1）受限于各地政策差异和远途看车、运车的额外费用，电商平台的全国范围车源并不会为其带来较大的竞争优势；2）电商平台主要还是扮演买家和卖家间撮合的角色，撮合效率较低，二手车周转周期长。

竞争者：与私人车贩（“黄牛”）相比，经销商的品牌专业性更具保障。1）经销商受惠于本次减税，自营成本降低，而私人车贩之前就几乎没有增值税；2）经销商的售后维保体系有原厂背书，具备可靠的检测认证；3）经销商凭借天然的优势，可以提供在售二手车相关的维修保养数据支持。

上游：整车厂推出的置换补贴政策利于经销商低成本收购二手车。整车厂推出的置换补贴政策，让购新车的车主更愿意把旧车卖给经销商。对经销商而言，不仅可以有稳定的二手车源，还可以低价获车。

下游：对接 C 端买卖家，经销商拥有现成的渠道优势。考虑到上述所提的置换补贴，车主在购买新车时卖旧车的概率加大。另一方面，有些车主因为有更多的经济诉求，所以买新车同时卖旧车的迫切性更强。

投资策略：二手车增值税减按 0.5%，将显著降低经销商在交易环节的税费成本，头部经销商将凭借渠道优势获益。建议关注：广汇汽车。

风险提示：COVID-19 疫情影响扩大；二手车政策落地不及预期；乘用车销售不及预期。

行业重点公司盈利预测与评级

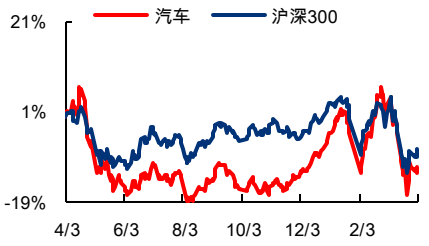
简称	EPS（元）			PE			PB	评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
广汇汽车	0.39	0.40	0.39	10.9	10.6	10.9	1	推荐

未来 3-6 个月行业大事：

4 月中旬各车企公布 3 月产销数据

行业基本资料		占比%
股票家数	172	4.53%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	20042.46	3.19%
流通市值(亿元)	14560.43	3.15%
行业平均市盈率	22.84	/
市场平均市盈率	16.25	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142 luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480517080001

研究助理：刘一鸣

021-25102862 liu_ym@dxzq.net.cn

研究助理：张觉尹

021-25102862 zhangjueyin@dxzq.net.cn

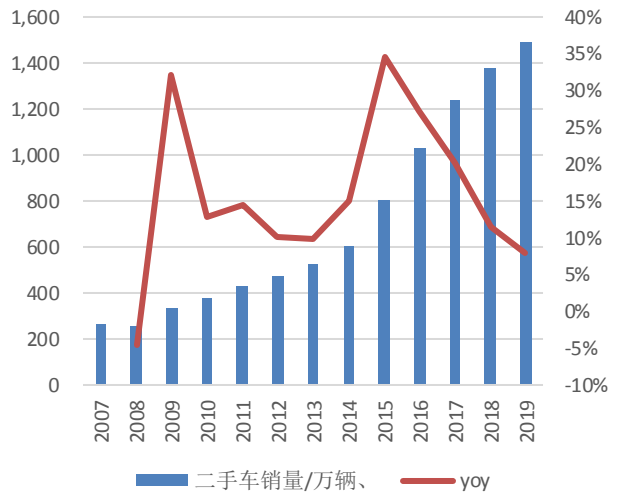
1. 二手车交易频率有望大幅提升

1.1 降低税负，提升交易意愿

二手车增值税从 2%降低到 0.5%显著降低了交易环节的税费负担，将大幅提升二手车卖家的出售意愿和买家的购买意愿。长期以来中国二手车销量占全部整车销量的比例不高，且明显低于美国等成熟市场。2019 年中国二手车销售 1,492 万辆，为新车销量的 58%，远低于美国的 238%。

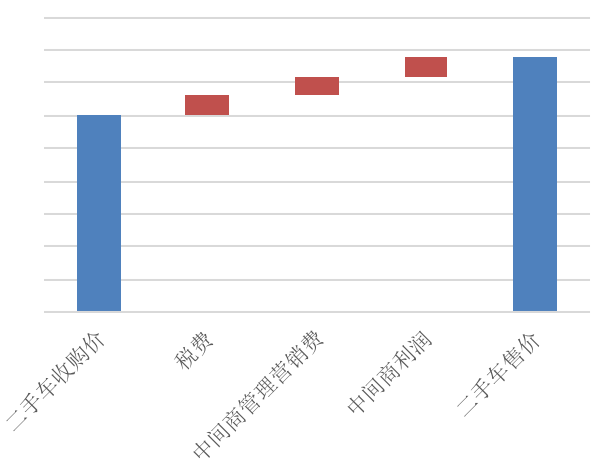
税费负担和担心信息不透明是中国二手车交易量相对不高的原因。较高的税费一方面增大了买卖两端的价差；另一方面使得价格透明度较高的自营经销商不愿意入市，大量车源流入相对不透明的小商铺、夫妻店，进一步加剧了车源信息的不透明。往往一位潜在二手车卖家拿自己的车评估，发现车商收购价只有买一辆同样配置二手车的 80%左右。较大的价差使得消费者不愿轻易将自己手中的旧车卖掉。

图1：国内二手车销量及同比增速



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图2：二手车买卖价差拆分



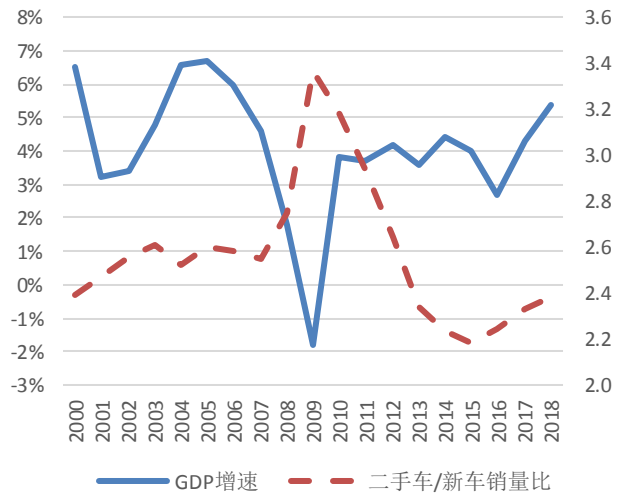
资料来源：东兴证券研究所整理（价格仅为示意）

1.2 经济下行，二手车/新车销量比例提升

历史经验看，经济减速期间二手车/新车销量比例较高。全球金融危机后，美国 2009 年二手车/新车销售比例达到近 20 年的峰值 3.36；2011 年日本发生地震，除经济增速再次下滑外，新车生产和汽车销售均受到影响，二手车/新车销量比例下跌至 1.25。

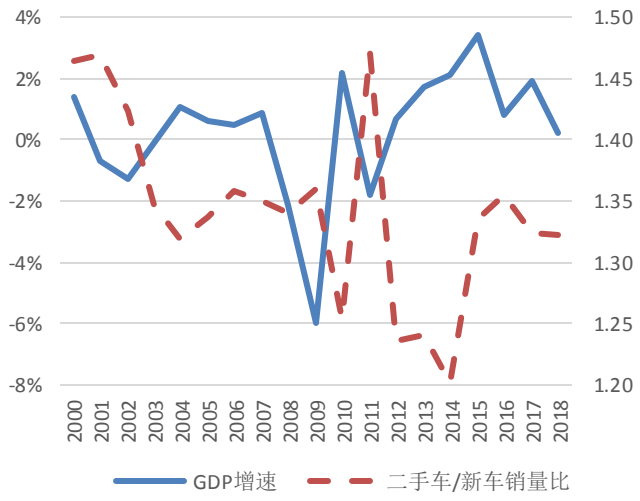
从总量上看，2018 年中国、美国、日本的二手车/新车销量比例分别为 0.49/2.38/1.32，中国的二手车市场潜力巨大。据中汽联预测，到 2022 年二手车和新车交易量将达到 1:1。现阶段受 COVID-19 疫情影响，全球经济下行，我们认为中国二手车市场的提升弹性有望进一步扩大。

图3：美国 GDP 增速与二手车/新车销量比



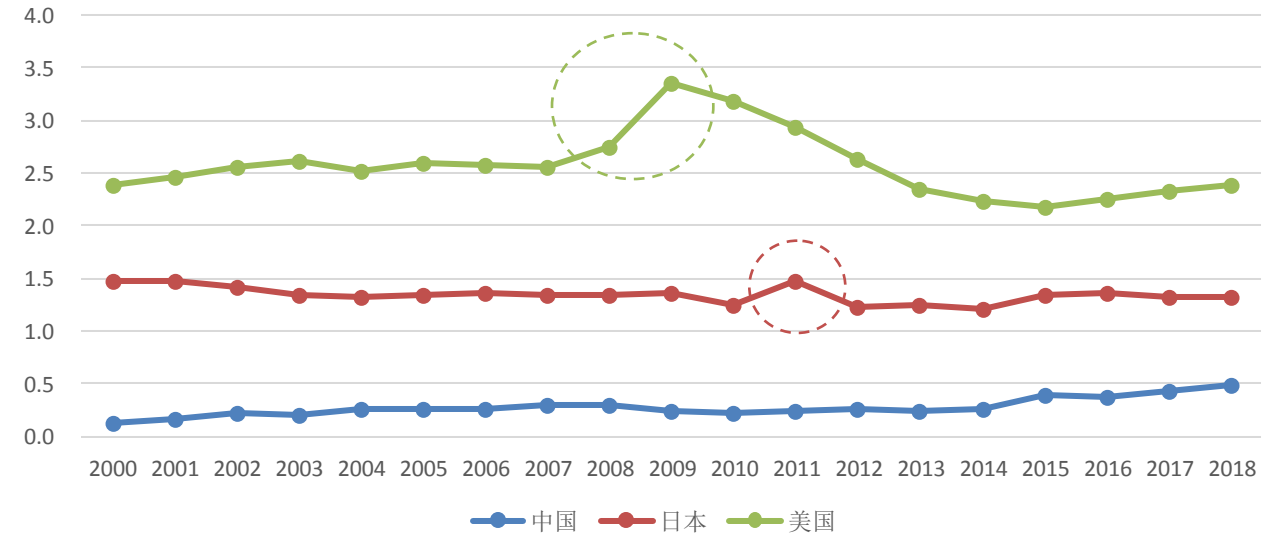
资料来源：WIND；东兴证券研究所

图4：日本 GDP 增速与二手车/新车销量比



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图5：中美日二手车/新车销量比



资料来源：WIND，JAMA；东兴证券研究所

2. 渠道占优，头部经销商获益

随着各项政策的相继松绑，我们认为头部经销商能够凭借天然的渠道优势和强大的规模优势来实现自营二手车业务的量价齐升。经销商作为最接近消费者的环节，有优先获得车源和车主的优势。之前受限于国内的各项政策，没有较强的动力通过自建库存来销售二手车，大部分经销商仅通过介绍二手车源来获得佣金。随着取消二手车限迁、推行异地交易登记、增值税改等政策的放宽，我们认为经销商自营二手车业务是大势所趋，并且经销商通过与原有业务的协同发展可以实现效益最大化。

我们从替代者、竞争者、上游和下游来论述经销商自营二手车业务的优势。

替代者：与电商平台相比，经销商的线下渠道更具优势。

1. 相较经销商，电商平台拥有品牌更多、车型更广、地域更宽的车源，但是受限于各地政策差异和远途看车、运车的额外费用，我们认为**电商平台的全国范围车源并不会为其带来较大的竞争优势。**电商平台的规模效应最终还是局限于本市或周边地区，而经销商凭借现有的本地车源和车主网络，可以低成本地解决渠道问题。

2. **电商平台主要还是扮演买家和卖家间撮合的角色，撮合效率较低，二手车周转周期长。**电商平台“线上约车、线下看车”的售车模式存在时间差和信息差，买家约车并确定买车的概率小于经销商“在店看车、在店售车”的现场模式。

竞争者：与私人车贩（“黄牛”）相比，经销商的品牌专业性更具保障。

1. **经销商受惠于本次减税，自营成本降低，而私人车贩之前就几乎没有增值税。**

2. **经销商的售后维保体系有原厂背书，具备可靠的检测认证，更容易取得消费者的信任。**

3. **经销商凭借天然的优势，可以提供更完备的数据支持。**二手车买家购车时最大的顾虑在于车辆的年限、维修情况是否真实，那么经销商就可以提供这方面的数据。现在一些私人二手车贩也会到相应品牌的 4S 店通过售后系统查询该车的维修保养情况。

上游：整车厂推出的置换补贴政策利于经销商低成本收购二手车。

为了促进新车销售，整车厂往往会推出置换补贴的政策，可以分担车主购买新车的一部分经济负担。因此相比于其他途径，购新车的车主更愿意把旧车卖给经销商。对经销商而言，不仅可以有稳定的二手车源，还可以低价获车。

下游：对接 C 端买卖家，经销商拥有现成的渠道优势。

考虑到上述所提的置换补贴，车主在购买新车时卖旧车的概率加大。另一方面，有些车主因为有更多的经济诉求，所以买新车同时卖旧车的迫切性更强。

3. 投资建议

二手车增值税减按 0.5%，将显著降低经销商在交易环节的税费成本，头部经销商将凭借渠道优势获益。建议关注：广汇汽车。

4. 风险提示

COVID-19 疫情影响扩大；二手车政策落地不及预期；乘用车销售不及预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	广汇汽车（600297）：看好公司豪车布局与衍生业务拓展	2020-03-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7 年国内外汽车行业技术及管理经验。2018 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526